

1. 서 론

금융부분의 발전이 장기 경제성장에 미치는 효과에 대한 지난 반세기에 걸친 연구의 결과 이 주제에 관한 우리의 이해는 크게 향상되었다. 그럼에도 불구하고 적어도 다음 두 가지 이유 때문에 기존의 연구결과에 대한 재고찰이 필요하다고 생각한다. 그 첫째는 지난 2007~2008년의 글로벌 금융위기이후 금융시스템의 발전에 대한 심각한 문제제기가 불가피해졌기 때문이다. 2000년대에 들어서서 그야말로 골드락스 경제를 구가하던 미국경제 한 복판에서 그것도 바로 금융시스템의 마비로 인해 세계적 금융위기가 터졌다는 사실이 시사하는 바는 매우 크다. 이런 상황에서 금융발전이 장기적으로 경제성장을 촉진한다는 것이 도대체 무슨 의미가 있는가? 이제는 더 이상 금융위기와 금융시스템의 발전을 분리해서 생각할 수 없는 현실이 되었다. 만약 금융발전을 나타내는 변수로 애용되는 GDP 대비 은행대출금 혹은 주식시가총액의 비약적 증대가 결국 금융위기로 귀결될 수밖에 없는 ‘거품’이었다면 그러한 외형적인 금융발전이 오히려 경제성장에 장애가 된 것이 아니겠는가? 이러한 관점에서 다시 역사를 돌아보면 금융발전의 과정에서 우리는 반복적으로 금융위기를 겪어온 것을 알 수 있다.¹⁾ 그렇다면 금융발전과 경제성장의 연관관계에 대한 앞으로의 연구는 금융위기를 명시적으로 감안하는 쪽으로 나아가야하지 않을까?

지난 연구결과를 다시 생각해봐야할 두 번째 이유는 이 주제에 관한 연구의 역사가 이미 50년을 넘어섰는데 수많은 흥미로운 연구와 정책제안에도 불구하고 연구의 실천적 동기와 목적이라고 할 수 있는 개발도상국의 장기경제성장은 상대적으로 소수의 신흥공업국가를 제외하고는 매우 실망스러운 현실이기 때문이다.²⁾ 초창기 연구자들은 개발도상국의 금융억압으로부터 자유로워지면 경제의 도약이 가능하다는 확신과 기대가 있었던 듯하다. 그러나 이제 그러한 열정으로 연구를 하는 사람이 과연 얼마나 되겠는가? 오늘날 Nigeria나 Pakistan의 금융개혁과 경제성장의 인과관계에 대해 연구하면서³⁾ 마치 1960년대와 70년대의 한국에 대해서 McKinnon(1973)이나 Shaw(1973)가 기대했듯이 성공적인 금융개혁으로 이 나라들이 비약적 경제성장을 하리라고 기대하지는 않을 것 같다. 지난 50년의 실험과 연

1) 한국경제의 경우 1965년 금리자유화 이후 1972년 8.3조치, 1980년대 금융규제 완화와 흑자시대 이후 1989년 12.12조치와 주가폭락, 1990년대 들어서서 세계화와 자본시장 개방이후 1997년 외환위기, 위기 이후 금융구조조정과 대형화와 겸업주의 시장중심 선진 금융시스템으로의 진행 중 2008년 글로벌 금융위기 등 거의 10년 주기로 금융발전과 금융위기를 반복한 셈이다.

2) 특히 World Bank를 비롯한 국제기구나 개별 선진국들의 지속적인 무상원조와 차관의 규모를 생각하면 그 성과는 너무나 미미하다고 볼 수 있다. William Easterly(2001) 참조.

3) Ndako(2010), Ahamed and Hasnu(2009), Mamoon(2010) 참조. 참고로 IMF 추정 2010년의 Nigeria와 Pakistan의 일인당 GDP는 각각 1,324달러와 1,049달러이다.

구의 역사를 통해 이제 경제개발이나 경제성장에 대한 우리의 이해도 그만큼 깊어졌다. 비록 금융발전이 경제성장에 유의미한 영향을 끼친다 해도 경제성장의 여러 결정요인 중 하나일 뿐 결코 만병통치약이 되지 않는다는 것을 알게 되었기 때문이다. 그렇다면 이제는 우리의 연구도 경제성장이나 경제개발의 관점에서 금융발전을 바라보는 쪽으로 방향을 틀어야하지 않을까?

본 논문은 이러한 문제의식에 기초하여 지난 연구의 결과를 오늘날의 관점에서 재해석해보고 앞으로의 연구의 방향을 제시하는 데 목적이 있다. 다음절에서는 기존 연구를 요약하고 재해석해본다. 그 다음 3절에서는 금융위기를 감안한 금융발전 이해에 따른 연구방향을 제시한다. 4절은 경제성장과 경제개발의 관점에서 금융발전의 역할에 대한 연구의 방향을 제시한다. 마지막 절은 논문의 요약과 결론으로 가름한다.

2. 기존 연구의 재해석

지난 반세기 가까이 이론적 실증적 연구를 이끌어 온 금융발전과 경제성장의 연관관계에 대한 기본적 분석들은 McKinnon(1973)과 Shaw(1973)의 선구적 연구의 산물이다. McKinnon의 화폐와 자본의 보완성을 기초로 한 금융성장 모형과 Shaw는 금융중개기능에 초점을 맞춘 금융심화(financial deepening) 모형은 똑같이 낮은 실질금리를⁴⁾ 금융저축의 유인을 억제하고 금융기관의 저축-투자 중개기능을 마비시키는 금융억압(financial repression)의 원인으로 지목하였다. 물론 금융억압으로 명명된 개발도상국의 전형적인 금융정책에는 금리상한과 함께 정책당국의 의지에 따른 선별적 신용배분 정책과 높은 법정지급준비율도 포함된다. 금융기관에 대한 정부의 자의적 개입 없이 자율적인 영업을 보장하는 금융자유화는 금리자유화 없이 완결될 수 없기 때문에 이 둘은 불가분의 관계가 있다.

그 후 1970년대 후반과 1980년대에 걸친 McKinnon-Shaw 학파의 연구는 기본적으로 이자율상한을 철폐하여 양(+)의 실질금리가 유지되어야 금융저축이 증가하고 투자가 활성화된다는 명제를 입증하고자 많은 노력을 하였다고 볼 수 있다. 그러나 이론적 설득력에도 불구하고 실제 금리자유화 개혁을 실험한 국가들의 성과는 기대에 크게 미치지 못하였다. 물론 1970년대 두 차례에 걸친 석유파동이 한 원인을 제공하기는 했겠으나, 금융개혁을 시행한 많은 국가들이 오히려 높은 인플레이션과 금융위기를 초래함으로써 McKinnon(1991) 자신도 초창기의 과감한 금리자유화 주장에서 일보 후퇴한 신중한 입장을 표명한다.⁵⁾

4) 당시 많은 저개발국가의 경우에 높은 인플레이션과 금리상한 규제 때문에 높은 음(-)의 실질금리가 상당기간 유지되는 일이 비일비재하였다. 한국도 1970년대 석유파동 당시 높은 인플레이션으로 음(-)의 실질금리를 실현하였다. 대표적으로 아르헨티나는 1975~1976년 기간 중 실질금리가 연 -69%였다.

5) 이 당시 Van Wijnbergen(1983)을 위시한 신구조주의자들은 금리자유화가 효율적인 자금유시장을 위축시킴으로써 오히려 자금경색을 가져와 투자를 위축시키고 이자비용 증대로 인플레이션을 악화시켜 단기적으로 경기후퇴를 가져오고 장기 성장도 저해하게 된다고 주장하였다.

이 시기의 연구결과를 우리의 두 가지 문제의식을 적용하여 재해석해 보면, 첫째로 금융자유화 개혁에 뒤이은 금융위기이다. 그 구체적인 진행과정은 나라마다 차이가 있지만, 가장 성공적인 사례로 꼽히는 한국의 경우에도 1965년 금리자유화 이후 특히 중소기업의 자금사정이 급격히 악화되면서 마침내 1972년 사채동결이라는 비상조치로 사채업자들의 희생 없이는 기업을 살릴 수 없는 위기상황을 맞이하였다. 아르헨티나를 비롯한 중남미 개도국과 또 다른 여러 나라의 경우에도 금융개혁이 오히려 심각한 금융위기를 초래한 경우가 많았다.⁶⁾ 금융위기가 실물경제에 미치는 부정적 효과를 비용으로 환산하여 분석하면 급속한 금융개혁의 경제적 비용을 추정해볼 수 있지 않을까?

한편 경제성장의 관점에서 금융발전과 금융개혁을 바라보는 방식으로 이 시기의 연구성과를 재해석해 본다면 어떻게 될까? 지금에 와서 돌이켜보면 분명히 알 수 있지만 이 당시 한국경제의 진행과정은 Rostow의 경제발전 단계로 볼 때 성공적인 도약(take-off)을 한 것으로 평가된다. 그런데 1960년대에서 1980년대까지의 한국경제의 성장을 설명하는 가장 강력한 요인은 무엇일까? 정치적 안정과 지도자의 강력한 경제개발 의지, 기업가정신을 고무하고 재산권을 보장하는 시장제도와 법치주의, 1960년대 경제개발 초기의 경공업 위주 수출주도형 경제정책과 1970년대 들어서 사회간접자본 확충과 수입대체 전략부문으로서의 중화학 공업 육성, 전국민의 교육열과 계층상승 의지, 그리고 1980년대 전반의 물가안정과 점진적 금융자유화 등을 꼽을 수 있지 않을까? 여기에 금융자유화와 금융발전이 들어갈 자리는 어디일까? 1965년의 금융자유화 개혁은 미완의 성공으로 끝났다고 볼 수 있고 곧 이어 1970년대의 전형적인 금융억압 정책 시대가 시작된다. 그런데 이 시기에 은행과 금융권의 희생 위에 전략 산업부문에 대규모 자금을 특혜금융으로 배분해 줌으로써 이후 한국경제의 성장동력이 될 산업의 기반을 마련한 것이다.

그 후 1980년대 들어서 강력한 긴축정책으로 높은 실질금리를 유지함으로써 인플레이션을 잡고 금융저축을 증가시키는 등 금융발전의 장기 경제성장 촉진효과를 확인할 수 있다. 물론 단기적으로는 당연히 높은 실업률과 경기침체를 수반하고 외채부담이 가중되는 등 어려움이 있었으나 1980년대 중반 이후 저금리, 저유가, 저달러 등 우호적인 세계경제의 도움으로 4년 연속 경상수지 흑자를 기록하며 외채부담에서 완전히 벗어나 강력한 성장 잠재력을 가진 중진국의 자리에 우뚝 서게 되었다. 이러한 80년대 후반의 한국경제의 성공의 일등공신은 과연 누구일까? 80년대 초반의 금융자유화를 수반한 성공적인 거시경제 안정화정책일까? 아니면 70년대 금융억압 정책 하의 재벌기업 특혜금융을 통한 전략산업 육성과 SOC 투자와 부단한 산업인력 양성 정책일까? 적어도 1970년대의 전형적인 금융억압 정책이 한국경제의 장기 경제성장에 치명적인 손실을 가져온 것이 아닌 것은 분명하다. 오히려 그 시대의 투자 덕분에 80년대 초반의 거시 안정화정책과 고금리 정책이 단기적인 경기침체에도 불구하고 장기적으로 경제성장을 촉진할 수 있었다고 볼 수 있다.

6) Diaz-Alejandro(1985) 참조.

금융발전과 경제성장의 연관관계 연구의 제 2세대는 Romer(1986)와 Lucas (1988)의 내생적 성장이론에 금융시스템의 역할을 가미한 Bencivenga and Smith(1991), King and Levine(1993) 등의 금융발전-경제성장 모형을 이용하여 1990년대의 변화된 세계 금융환경을 배경으로 활발한 이론적 경험적 연구를 수행하였다. 이 시기 연구의 특징으로는 이론 면에서 비대칭 정보와 외부효과 등 정치한 미시 금융이론을 바탕으로 자본시장, 특히 주식시장의 경제성장 촉진효과에 큰 비중으로 둔 점이 돋보인다. 이것은 McKinnon(1973)과 Shaw(1973)의 은행의 금융중개기능에 초점을 맞춘 연구와 비교할 때 큰 차이가 있다. 1980년대를 거치면서 미국에서는 금융규제 완화정책에 힘입어 투자는행을 주축으로 한 자본시장에서의 자금조달과 M&A 등이 활발하게 일어나 금융에 대한 시각이 크게 변화하였다. 80년대 초반 영국 런던 금융시장의 ‘빅뱅’도 세계적인 자본시장 활성화에 한 몫을 하였다. 그에 따라 영미식 시장중심형(market-based) 금융시스템과 독일과 일본식의 은행중심형(bank-based) 금융시스템의 장기 경제성장 촉진효과를 비교하는 실증분석이 많이 진행되었지만 상반된 결과가 많아 그 우열을 가리기는 쉽지 않다.⁷⁾ 한편, 개도국에서도 자본시장 육성의 필요를 깨달아 육성정책도 쓰면서 동시에 자본자유화에는 아직 시기상조하고 느끼는 수준이라고 볼 수 있다. 이때 자본시장의 장기 성장촉진효과에 대한 많은 연구는 1990년대 공산권의 몰락과 세계자본주의 시대를 맞이한 개도국 학자와 당국자에게 큰 영향을 주었다고 생각된다. 한국의 경우에는 1993년 문민정부 들어서서 세계화가 모토가 되고 자본자유화도 빠르게 진행되었다. 금융자유화와 개방이 가속화되면서 은행과 종합금융회사의 단기성 외채누증이 1997년 금융위기의 한 원인이 되기도 한다.

이 시기의 연구에 대해서도 우리의 문제의식을 가지고 재해석을 해볼 수 있다. 우선 이 때에도 금융자유화의 끝은 금융위기였다. 1980년대 들어서서 레이건 행정부의 대대적인 규제완화와 고금리 긴축정책 속에 미국은 80년대 중후반 콘티넨털 일리노이(Continental Illinois) 은행 부도위기와 저축대부조합의 위기를 경험했고 한국도 1989년 그 유명한 12.12조치와 함께 주식시장의 폭락과 투자신탁회사의 부실 등 위기를 겪는다. 일본은 1990년대 들어서면서 자산거품이 빠지기 시작하여 장기 경기침체기에 들어간다. 이 모두 1980년대의 금융규제 완화와 자본자유화 이후에 벌어진 사태이므로 금융위기와 금융발전을 분리해서 분석하는 것은 논리적 모순이 아닐 수 없다. 1990년대 들어서 세계적인 자유화와 개방의 불결 속에서 한국, 태국, 말레이시아 등은 90년대 말 외환위기를 당했다. 그 원인에 대해서는 여전히 논쟁의 여지가 있으나 금융자유화와 자본시장 개방의 시기 이후에 위기가 온 것은 분명한 사실이다. 1994년의 멕시코 위기와 1998년의 러시아, 1999년 브라질의 금융위기를 생각해봐도 마찬가지다. 미국의 경우 1980년대 말 저축대부조합 위기와 1998년의 LTCM 위기 등도 앞선 금융 규제완화와 금융혁신 과정 이후에 발생하였

7) Demircuc-Kunt and Levine(2001), Demircuc-Kunt and Maksimovic(2002), Beck and Levine(2002), Chakraborty and Ray(2006) 참조.

다. 자본시장-경제성장 연관성에 대한 많은 연구는 자본시장의 유동성 증대가 기업의 장기 투자자금조달을 용이하게 하여 경제성장을 촉진한다는 유의한 결과를 얻고 있다. 그러나 자본시장의 유동성이 커지고 주가상승이 지속될 때 어디서부터가는 결국 위기를 낳을 자산가치의 거품이라고 볼 수 있을 것이므로 자본시장의 활성화는 결국 금융위기를 통해 장기 성장잠재력의 감소에 일조했다고 봐야하지 않을까?

한편 경제성장과 경제개발의 관점에서 금융발전을 바라보면 이 시기의 연구성과에 대해 어떤 해석을 내릴 수 있을까? 한국을 필두로 한 대만, 홍콩, 싱가포르 등 아시아의 네 마리 용에 이어 태국, 말레이시아, 인도네시아 등 동남아 국가들이 한국형 경제개발 모델을 따라 경제성장 궤도에 오르기 시작했다. 멕시코, 브라질, 러시아도 같은 길을 가고 있었다. 이 시기 금융개혁을 단행한 나라들이 많이 있으나 왜 아프리카 여러 나라들을 비롯하여 뚜렷한 경제성장을 못 이룬 나라들이 대다수일까? 그것은 정치적 안정과 기업활동의 보장, 지도자와 국민의 성장하려는 의지, 교육투자를 통한 인적자원의 육성 등 경제발전에 영향을 주는 핵심적인 요소가 미비된 나라는 금융개혁 여부와 상관없이 경제성장을 제고에 실패하였다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 예전에 비하면 개발도상국의 평균적인 경제성장률이 높아진 이유는 무엇일까? 급속히 부상한 중국의 영향이 결정적인 요인이 아니었을까?⁸⁾ 중국 시장의 성장이 여러 개도국의 수출과 성장에 도움을 준 것으로 보인다. 따라서 주식시장의 활성화를 비롯하여 금융시스템의 발전이 경제성장에 유의미한 영향을 준 것으로 나온 연구성과에 대해서 과도한 정책함의를 끌어내는 것은 바람직하지 않다고 본다. 특히 많은 연구가 causality 분석에 있어서는 금융발전과 경제성장의 쌍방향 인과관계가 있거나 오히려 경제성장이 금융발전을 가져오는 것으로 보고되는 것을 보면 더더욱 그러하다.⁹⁾

제 3세대라 할 수 있을지 모르겠으나 어쨌든 1997년 동아시아 금융위기 이후 연이은 개도국의 금융위기와 2001년 9.11 사태와 IT버블 붕괴 등을 지나 중국과 미국이 함께 골디락스 경제를 구가하던 시기에 금융발전과 경제성장의 상호 인과관계에 관한 연구는 또 한 번 새로운 국면을 맞이한다. 이 시기 연구의 특징은 한편으론 선진화된 금융시스템의 경제성장 효과에 대한 관심이 연구를 이끌면서 또 다른 한 편으론 금융소외계층의 금융접근성을 높임으로써 빈곤과 분배 문제해결에 도움을 줄 수 있다는 생각으로 금융과 분배의 연관성에 대한 연구가 진행된다는 점이다. 특히 한국과 같은 신흥 개도국의 경우 영미식 대형투자은행 중심의 선진화된 금융시스템과 겸업주의(universal banking)에 대한 관심 등으로 자본시장통합법이 시행되고 금융허브 구상이 논의되었다. 한편 방글라데시의 그라민은행(Grameen

8) Easterly(2001) Chapter 10 참조.

9) Mamoon(2010)은 1990년대 Pakistan의 금융자유화 조치에 따른 금융발전이 경제성장을 촉진하는데 실패했다는 실증분석 결과를 보고하고 있고, Ndako(20010)도 금융발전지표의 선택에 따라 금융발전과 경제성장 사이의 인과관계가 한 방향 혹은 양방향의 causality를 보인다고 한다. Hassan, Sanchez and Yu(2011)는 잘 기능하는 금융시스템이 개발도상국의 지속적인 경제성장의 필요조건이긴 하지만 충분조건은 아닌 것 같다고 결론지었다.

Bank)의 발전에 고무되어 범세계적인 마이크로크레딧 운동이 벌어지면서 금융과 분배의 연관성에 대한 연구가 많이 진행되었다.¹⁰⁾ 사실 많은 저개발국가의 경우 지난 50년 동안 매우 미미한 경제성장 성과를 보였기 때문에 금융개혁을 통한 경제 발전에 대한 관심은 줄어든 반면 당장 문제되는 빈곤퇴치와 빈부격차의 완화 문제에 대한 관심이 커지는 것은 당연한 일이라 할 수 있다. 이 시기의 연구는 특히 연구대상 국가를 소득수준 등으로 나누어 그룹별로 실증분석을 하면서 좀 더 의미 있는 연구결과를 도출하기도 하였다.¹¹⁾ 동시에 그동안 연구사례로 이름을 올리지 못했던 아프리카 국가나 중동 국가 등 여러 나라에 대해 개별 국가별로 금융자유화와 금융발전의 경제성장 촉진 효과에 대한 연구는 계속 진행되어 우리의 이해의 지평을 넓혀주고 있다.¹²⁾

이 시기의 연구에 대해서도 우리의 두 가지 문제의식을 가지고 재해석을 시도해보자. 먼저 금융자유화와 외형적인 금융발전은 어김없이 금융위기로 귀결되었다. 2007년 서브프라임 모기지 사태가 불거진 지 1년 만에 리먼 브러더스 사가 파산하게 까지 된 이면에는 CDO 같은 파생상품이 꼬리에 꼬리를 물고 재생산되게 만든 첨단 금융기법이 있다. 전례 없는 금융엔지니어링의 발달과 디지털 금융화 등의 금융혁신을 통한 금융발전이 결국 금융위기로 귀결된 것이다. 따라서 금융발전의 경제성장 촉진 효과는 비록 양(+)의 유의미한 causality가 입증되었다 하더라도 그 정책함의에 대한 해석은 매우 신중해야 하리라고 본다. 이번 글로벌 금융위기는 미국의 금융위기가 전 세계로 전염된 것이라고 볼 수 있는데 다국적 금융기관이 서브프라임 파생상품에 대대적으로 투자한 유럽 선진국의 경우와 달리 한국을 비롯한 신흥 개도국의 경우에는 국제 금융자본의 유출입에 따른 환율과 주가의 동요가 금융위기의 주원인이었다는 점에서 자본시장 규제에 대한 주의가 더더욱 요청된다 하겠다. 1997년 금융위기에 이어 이번에도 적절한 규제와 감독이 수반되지 않은 금융발전은 반드시 금융위기를 초래함으로써 경제성장 잠재력을 축소시키는 매우 부정적인 효과를 가져 올 수 있다는 사실이 확인 된 것이다.

그러면 경제성장과 경제개발의 관점에서 금융발전을 살펴볼 때 이 시기의 연구 성과를 어떻게 재해석할 수 있는지 살펴보도록 하자. 선진국이나 신흥개도국의 경우에는 은행부문 뿐 아니라 자본시장의 발전을 금융발전 지표로 사용하는 연구가 많았는데 여전히 금융발전이 경제성장을 선도하는 일반적인 causality가 입증되는 경우도 있지만 그 반대의 경우나 양방향 causality의 연구결과도 심심치 않게 발견된다.¹³⁾ 저개발국가의 경우에는 나라별로 전통적인 M2/GDP와 같은 금융발전 지표를 사용하여 금융자유화의 영향을 분석하는 연구가 계속되고 있다.¹⁴⁾ 또한 마이크

10) 2006년 무하마드 유누스 그라민 은행 총재와 그라민은 행이 공동으로 노벨 평화상을 수상하면서 마이크로크레딧 운동은 다시 한 번 큰 탄력을 얻게 되었다.

11) Rioja and Valev(2004), 김홍수(2006), 전산준(2007) 참조.

12) Beck, Demirguc-Kunt and Levine(2007), Ang(2010), Odhiambo(2009, 2010) 참조.

13) Ouandlous(2010), Klein and Olivei(2008) 참조.

로크레딧 프로젝트의 경제개발 촉진 효과를 검증해보거나 금융발전이 빈곤완화와 분배구조 개선에 미치는 효과를 알아보는 연구도 활발하다.¹⁵⁾

먼저 한국과 같은 신흥개도국의 경우 지속가능한 경제성장의 관점에서 볼 때 이러한 결과를 어떻게 해석해야할까? 두 가지 측면을 생각해볼 수 있다. 하나는 1997년 금융위기 이후 금융 구조조정 과정에서 금융기관의 투명성과 건전성은 향상되었으나 저축을 투자로 연결시키는 Schumpeter식 금융관으로 본 금융중개기능은 약화되었다는 지적이 있다. 주택담보대출 등 가계금융의 비중은 지속적으로 높아진 반면 기업대출의 비중은 감소하였다. 은행대출에 크게 의존해야하는 중소기업의 경우 오히려 자금조달이 어려워진 측면이 있는 것이다. 중소기업의 경쟁력 강화와 대기업-중소기업 간 상생협력이 지속가능한 성장의 중요한 요체임을 생각할 때 금융발전의 구체적 내용에 대한 보다 섬세한 연구가 더 필요하다고 생각된다. 금융기관이 혁신적이고 신뢰할만한 기업가를 선별하여 장기고객관계를 유지하며 투자자금을 조달해주는 관계금융(relationship banking)의 중요성이 더욱 강조되어야할 시점인 것 같다.¹⁶⁾ 둘째로 빈곤퇴치와 분배구조 개선은 저개발국가만 아니라 중국, 인도, 브라질 같은 신흥개도국은 물론 한국과 같은 중진국의 경우에도 매우 중요한 과제이다. 한국경제는 특히 부동산 등 자산소유가 매우 편중되어 있고, 비정규직과 영세자영업자 등 경기변동에 취약한 계층이 많다. 이들을 비롯한 금융소외계층에게 금융접근성을 높여주는 서민금융제도가 오랫동안 운영되고 있지만 아직 필요에 충분히 부응하지 못하고 있는 형편이다. 최근 소액 창업자금을 지원하는 마이크로크레딧 사업을 도입하여 시행하고 있는데 그 성패여부는 관계금융문화 정착, 민관 파트너 방식, 마이크로크레딧의 원래취지와 사회기업적 성격 유지 등 고려해야할 점이 많다. 어쨌든 경제성장이라는 궁극적 목표에 관심의 초점을 맞추고 금융발전을 바라보면 성장을 이끄는 금융발전의 내용에 주의하게 되는 이점이 있다. 한국의 경우에는 주택담보대출 등 소비자금융과 VIP고객등 PB에 주력하는 은행의 에너지를 혁신 중소기업을 발굴하고 지원하는 슈페터 형 금융중개기능의 회복과 강화를 위한 방안을 강구할 필요가 있다. 그와 함께 미소금융사업 등이 본래의 마이크로크레딧 취지에 맞게 영세 창업자금을 지원하되 사전컨설팅, 사후관리 등을 통해 높은 상환율을 유지하도록 잘 운영하는 것이 무엇보다 중요하리라고 생각한다.

저개발국가의 경우에는 마이크로크레딧 사업이 더욱 큰 의미가 있을 것이다. 그라민은행 총재 무하마드 유누스의 희망처럼 절대빈곤층을 이 땅에서 사라지게 할 수만 있다면 어떤 경제발전보다도 의미있는 성과가 될 것이다.¹⁷⁾ 그런 의미에서 경

14) Wolde-Rufael(2009), Odhiambo(2009, 2010), Waller(2010) 참조.

15) Arch(2005), Gurses(2009), Shetty and Veerashekharappa(2009), Swanny(2010), Imai, Arun and Annim(2010) 참조.

16) 강종구(2005), 함준호·강종구(2005) 참조.

17) 2010년 방글라데시의 1인당 GDP는 640달러이다. 만약 절대빈곤층이 없는 공평한 1000달러 경제와 절대빈곤층과 심한 빈부격차가 존재하는 1만달러 경제 가운데 어느 쪽을 선택하겠느냐고 묻는다면 나는 여전히 후자를 택할 것 같다. 이유는 도약(혹은 이륙, take-off)이 가능한 성장하는 경제일 것이기 때문이다.

재개발이라는 목적을 너무 크게 잡으려고만 할 것은 아니겠으나 그럼에도 불구하고 어떻게 하면 지속적 경제성장을 기대할 수 있는 경제도약(take-off)을 이룰 수 있겠는지 그런 관점에서 저개발국의 금융발전을 바라본다면, 마이크로크레디트 프로그램은 중요하지만 결코 만병통치약 같은 환상은 금물이라고 본다. 그러면 McKinnon-Shaw 스타일의 금리자유화를 포함하는 금융개혁 조치는 어떨까? 금융발전이 경제성장에 미치는 효과가 양(+)의 causality를 보이는 연구도 많이 있지만 역시 그것은 경제발전의 중요한 하나의 요인일 뿐이므로 과대평가하지 말아야 할 것이다. 넓은 의미에서 한국형 경제발전 모델이 현재로선 거의 유일한 성공한 발전모형이므로 아직 공업화 초기인 나라의 경우에는 1960년대의 한국경험에 비추어 급속한 금융자유화보다는 정치적 안정과 기업활동을 장려하는 시장제도의 확립이 우선이고, 그 다음은 농촌근대화와 공업화 전략이 순서일 것이다. 다만 높은 인플레이션과 국가비전이 없는 자의적 특혜금융으로 금융산업과 저축유인을 아예 죽여 버리는 일이 없도록, 즉 과도한 금융억압(financial repression)을 피하도록 하는 것은 중요할 것이다.¹⁸⁾

3. 연구방향 1- 금융발전과 금융위기

지난 50년의 금융발전사를 통해 알 수 있듯이 활발한 금융발전이 있으면 바로 금융위기가 찾아오곤 하였다. 금융위기의 경제적 비용은 경제를 사람에 비유해보면 명확해진다. 어떤 사람은 중병을 앓고 난 후 원래보다 더 건강한 몸으로 회복되기도 한다. 그러나 감기 몸살과 달리 뇌졸중이나 암 같은 중환자일 경우 회복후 건강이 전만 못해지는 경우가 대부분일 것이다. 따라서 금융위기가 전반적인 경제위기로 번졌다면 그 영향은 장기 경제성장에까지 미친다고 볼 수 있다. 그러므로 외형상으로 금융발전으로 보이는 금융부문의 양적증대가 위기를 낳은 주요인 중 하나가 된다면 그 사실 하나 만으로도 금융발전의 장기 경제성장에 미치는 긍정적 효과는 크게 삭감될 수밖에 없다. 따라서 우리의 연구결과에서 정책함의를 끌어낼 때 더욱 신중할 필요가 있다.

그러면 앞으로 이 주제에 관한 연구는 어떤 방향으로 나가야 할까? 먼저 금융위기의 경제비용을 정확히 측정하는 작업이 필요할 것 같다.(A) 그 다음으로는 위기 이전의 금융발전이 경제의 장기성장에 미치는 효과를 편익으로 측정한다.(B)¹⁹⁾ 그 다음이 중요한데 금융발전 가운데 금융위기의 가능성을 잉태하고 있다고 생각되는 부분을 금융발전 총량의 일정비율로 추정해낸다.(C)²⁰⁾ 그리고 편익과 비용을 비교하여 금융발전의 장기성장 촉진 효과를 판별하면 될 것이다.²¹⁾ 물론 금융위기의 원

18) 과도한 금융억압의 사례에 대해서는 Easterly(2001) Chapter 11 참조.

19) 이것은 금융의 양적발전만 아니라 질적인 발전, 즉 대출심사시 신용평가능력이나 위험관리능력, 그리고 기업 대출 비중 등을 고려하여 측정하여야 할 것이다. 다음 절에서 보다 상세히 살펴본다.

20) 예를 들어 주식시가총액을 금융발전 지표로 사용했다면 장기추세선을 기준으로 시가총액 중 몇%가 거품이었는지 추정해볼 수 있을 것이다.

인이 워낙 다양하기 때문에 각 사례의 경우에 서로 다른 비용 및 편익 추정방법을 사용해야 될 것이다. 금융위기의 원인이 1997년 태국과 같이 외국자본의 급격한 유출에 따른 환율급등 때문인 경우도 있고, 최근 유럽 여러 나라와 같이 재정적자와 단기외채가 주원인인 경우도 있기 때문이다. 통화정책과 감독소홀 등의 정책실패 때문일 수도 있고 금융기관과 투자자들의 모럴해저드가 주된 요인이라고 볼 수도 있다. 이런 여러 관련변수들을 잘 통제하고 금융발전 자체가 경제성장에 도움이 되는 정도와 위기를 유발하는 정도를 판별하여 잘 비교하는 것이 중요하다. 이러한 노력이 어느 정도 의미 있는 근사치에 도달할지 알 수 없으나 그로 인해 건전하고 바람직한 금융발전에 대한 개념과 의식을 늘 깨우쳐준다면 그 노력 자체로서 의미가 있으리라 생각한다.

이와 같은 방식으로 금융발전과 금융위기를 연계시켜 금융-성장 연관성 분석을 해보고 싶은 우선순위를 꼽아본다면 첫째로 1997년 한국의 금융위기를 전후한 금융발전과 장기 경제성장의 연관관계 분석이다. 과연 1990년대 전반의 금융자유화와 양적인 금융발전이 얼마만큼 위기를 유발했으며 얼마만큼 경제의 효율성 증대에 기여했는지 계산해보고 싶다. 특히 위기의 직접적인 손실 뿐 아니라 위기 이후의 구조조정 과정이 한국경제의 장기경제성장에 미친 양(+)의 효과와 음(-)의 효과를 감안해서 금융위기가 장기 경제성장에 기친 순비용을 추정해내야 할 것이다. 두 번째로는 이번 2008년의 한국경제의 금융위기를 전후한 금융발전-경제성장 연관성 분석이다. 여기에는 1997년 금융위기 이후의 금융 구조조정 과정과 금융발전이 연계되어 경제발전의 경로의존성을 읽어낼 수 있는 좋은 사례가 될 것 같다. 세 번째로 1965년 금융자유화 개혁 이후의 금융발전과 1972년 8월 사채동결 조치로 드러난 위기와 연계하여 금융-성장 연관성 분석을 해보고 싶다. 네 번째로는 1989년 12.12 조치와 자본시장 위기를 1980년대의 금융자유화 및 금융발전과 연계하여 분석해보고자 한다. 그 다음엔 미국과 일본 등 선진국의 금융위기와 남미 여러 나라의 금융자유화와 금융위기 사례를 연구해 보려고 한다.

4. 연구방향 2 - 경제발전과 금융발전

앞에서 살펴본 바와 같이 경제발전의 관점에서 금융발전을 바라보면 금융발전과 경제발전의 연관관계에 대한 이해가 보다 정확하고 깊어진다. 금융발전은 초기 McKinnon-Shaw 모형으로 보나 내생적 경제성장이론을 확장한 Bencivenga and Smith(1991)나 King and Levine(1993)의 모형으로 보나 저축과 투자 혹은 기술혁신 등의 매개변수를 통해 간접적으로 실물경제 성장에 영향을 준다. 물적자본, 인적자본, 인적자본, 자연자원, 지식과 기술, 기업가 정신과 법적 정치적 환경, 인구구조 등이 장기 경제성장에 영향을 끼치는 주요 요소들인데 금융발전은 이런 요소들을 매개로 생산성을 높이고 경제성장에 영향을 줄 수 있다. 그러므로 외형적 금융발전

21) 순편익 = 편익 - 비용 = B - A*C

가운데 경제성장을 촉진시키는 부분을 가려내어 그에 합당한 정책함의를 도출할 수 있다면 얼마나 좋겠는가? 위에서 종종 언급했지만 우선 금융기관의 여러 기능 가운데 생산적 투자의 주체인 기업에게 자금을 중개하는 금융중개기능을 분별해내는 작업이 필요하다고 본다. 소비자금융이나 딜링업무 등 금융산업의 발전이라는 측면에서는 중요하지 않은 것이 없겠지만 경제성장에 기여한다는 측면에서는 투자자금을 공여하는 중개기능만큼 생산적인 것도 없으리라 보기 때문이다. 대출대상 기업의 투자 프로젝트를 기대수익과 리스크 면에서 잘 평가하는 은행의 능력과 노하우도 경제성장에 적극적으로 기여하는 소프트웨어적인 금융발전의 한 측면이다. 이러한 성장기여 요소를 금융발전 지표로 만들고 금융위기 기간은 더미변수로 처리해서 금융발전-경제성장 연관성을 실증분석해보면 보다 선명한 결과를 얻을 수 있을지 모른다.

한편 소득 및 자산분배 구조와 절대빈곤층 비율 등이 사회갈등 지표를 매개로 하여 장기 경제성장에 영향을 줄 수 있다. 그것이 좀 애매하다면 좁은 의미의 경제성장(economic growth) 개념대신 좀 더 광의의 경제발전(economic development) 개념을 사용하면 문제될 것이 없다. 어쨌든 금융발전이 분배구조 개선에 미치는 효과를 검증하는 최근의 연구 경향에 발맞추어 이 문제를 접근할 경우에도 외형적인 금융발전 지표보다는 보다 의미 있는 지표를 만들어 사용함으로써 더 나은 결과를 얻을 수 있지 않을까 생각한다. 우선 위에서 언급한 기업대출비율과 은행의 신용평가능력 등은 경제성장에 기여함으로써 전반적인 소득수준을 올린다는 측면에서 빈곤완화 효과가 있다고 가정하여 지표 산정에 포함한다. 다음에는 중소기업과 자영업자에게 자금을 공급하는 서민금융기관의 발전도를 지표화해야 하는데 보다 세밀하게는 관계금융 방식의 금융중개 관행을 측정해 볼 수도 있겠다. 그리고는 마이크로크레딧 프로그램 등 직접적으로 금융소의 계층에 도움을 주는 금융서비스의 크기를 지표로 만들어 사용하면 금융-분배 연관성 분석에 있어서 보다 좋은 결과를 얻을 수 있으리라 기대해 본다. 마이크로크레딧의 경우에는 그 운영의 효율성이나 건전성에서 많은 차이가 나므로 소그룹책임대출방식, 사전컨설팅, 사후관리 등 질적인 차이를 알 수 있는 지표를 추가하는 것이 좋겠다.

아직 도약단계(take-off)를 경험하지 못한 대부분의 저개발국가들의 경우에는 경제개발(= 경제발전; economic development) 문제가 매우 심각하다. 따라서 기존의 금융발전-경제성장 연관성 분석에서 별로 의미 있는 정책함의를 끌어내기는 어렵다고 본다. 그렇다면 이 주제에 관한 앞으로의 연구방향은 어떠해야할까? 우선 소득분배와 빈곤층 문제는 위의 경우와 같이 마이크로크레딧 혹은 마이크로파이낸스 기관(Microfinance Institutions; MFIs)을 포함한 서민금융기관에 더 큰 가중치를 둔 금융발전지표를 만들어 사용하면 좋을 것 같다. 다만 경제개발에 영향을 미치는 변수가 워낙 다양하므로 금융 이외의 변수를 얼마나 잘 통제하느냐가 관건이라 할 수 있다.

많은 저개발국가의 경우 도약단계를 거쳐 진정한 경제발전을 이루기를 바라는

마음으로 이 문제에 접근해 본다면 가장 현실적인 방법이 한국형 경제개발모형을 도식화하여 적용하는 것이라 생각한다.²²⁾ 일인당 GDP나 산업구조, 교육수준이나 그밖에 여러 가지 면에서 한국의 어느 경제발전 단계에 속하는가를 잘 판별하여 만약 한국의 1960년대 초반 경제개발계획 당시와 비슷하다면, 정치안정과 정부주도의 산업정책, 수출주도형 경공업 육성, 은행 중심의 금융시스템 정비, 새마을 운동이나 가나안농군학교 등을 권장할 수 있을 것이다. 그러나 급격한 금리인상과 금융자유화 대신 적당한 인플레이션과 적당한 양(+)의 실질금리로 금융저축 유인을 제공하면서 기업에 유리한 낮은 금리비용을 동시에 보장하는 정책을 추천하는 것이 옳을 것 같다. 만약 그 나라가 우리의 1970년대초와 비슷한 상황이라고 본다면 강력한 정부주도의 SOC 건설과 전략산업 육성을 권할 것이다. 금리는 할 수만 있으면 고금리보다는 저금리 기조를 유지하면서 정책적으로 전략산업에 자금지원을 하여 미래의 비교우위 산업을 의도적으로 키우라고 할 것이다. 그러나 지난 50년간 경제성장에 거의 진전이 없는 많은 저개발국가의 경우에는 워낙 경제외적인 요소가 많이 개입되어 있으므로 금융발전-경제성장이라는 틀에서 정책제안을 하는 데에는 매우 신중해야 할 필요가 있다.

5. 결론

본 논문은 지난 반세기에 걸친 금융발전과 경제성장의 인과관계에 대한 연구결과에 대해 두 가지 문제의식 하에서 재해석을 시도하고, 앞으로의 연구방향에 대한 제안을 해본 에세이이다. 첫째 문제는 역사적으로 금융자유화와 금융발전 이후에는 반드시 금융위기가 찾아오는데 이 금융발전의 상당한 부분이 위기를 잉태하는 비정상적인 금융거품이라면 당연히 위기의 경제비용을 명시적으로 반영하여 분석해야 하지 않겠는가 하는 문제제기이다. 둘째는 오늘날 경제성장이 정체되거나 미미한 성장만 보이는 수많은 저개발국가의 경우에 금융발전의 경제성장에 대한 양(+)의 인과관계가 입증되었다고 금리자유화와 금융개혁을 정책대안으로 제시하는 것은 매우 무책임한 처사라 아니할 수 없다. 경제발전이라는 궁극 목표에 관심을 가지고 금융발전을 바라보면 경제발전에 기여할 수 있는 금융발전이 무엇인지 묻게 되고 실천적으로 도움이 되는 정책함의를 이끌어낼 수 있음을 보였다.

이어서 이 두 가지 문제의식을 가지고 앞으로 금융-성장 연관성이라는 주제하의 연구방향을 생각해 보았다. 금융발전을 금융위기와 연계하여 보면 위기의 장기 경제비용과 금융발전 가운데 위기를 배태하고 있는 거품 부분의 비중을 곱하여 금융발전의 장기 비용으로 삼고, 금융발전의 경제성장 기여분을 편익으로 하여 금융발전의 순편익을 계산하는 방식으로 경제성장에 끼치는 금융발전의 영향을 추정할 수 있을 것임을 주장하였다.

22) 중국의 경제발전은 한국형 발전모델을 따라 성공적으로 도약단계를 거쳐 성장하는 나라이다. 정부주도의 전략산업 육성과 금융지원을 하다 보니 1970년 대 한국경제처럼 금융부문이 많이 부실해졌다. 앞으로 어떻게 가능한 한 위기를 겪지 않고 점진적인 금융개혁을 달성할 것인가 하는 것이 관건이다.

다음으로는 경제성장 혹은 경제개발의 관점에서 금융발전을 살펴보면 금융발전 가운데 생산적 투자에 자금을 공급하는 은행의 기업대출과 자본시장으로부터의 자금조달을 주택담보대출이나 그 밖의 소비자대출보다 더욱 중요하게 보게 되고 그에 따라 금융시스템의 발전이나 경제성장 정책에 대한 보다 균형 잡힌 정책함의를 이끌어낼 수 있다. 2000년대 들어 많이 연구되고 있는 금융발전의 빈곤완화, 분배개선 효과에 대해서도 경제발전의 핵심요소인 빈곤퇴치와 분배 불평등 시정을 위해 금융이 어떤 역할을 할 수 있겠는지 물어보는 방식으로 문제를 제기하면 매우 유익한 연구가 가능하다. 은행의 기업투자자금 공급이라는 금융중개기능 외에 중소기업과 영세자영업자에게 자금을 공급하는 서민금융기관의 비중과 발전 지표를 이용한 연구를 할 수 있을 것이다. 영세창업자에게 소액무담보대출을 하는 마이크로크레디트 프로그램의 양적 질적 발전 역시 중요한 설명변수가 될 수 있을지 모른다.

그러나 아직 경제도약 단계에 다다르지 못한 수많은 저개발국가의 경우에는 거의 유일한 경제발전 성공모델인 한국의 발전모형을 연구하여 각국의 구체적인 정치경제환경에 알맞게 적용하는 것이 중요하다고 본다. 그렇게 한다면 금융자유화나 자본자유화와 같은 정책은 경제발전 단계에 따라 한국의 경험을 모델로 삼아 점진적으로 신중하게 시행하는 것이 바람직하다는 정책함의를 이끌어낼 수 있을 것이다.

<참고문헌>

1. 강종구, “은행의 금융중개기능 약화 원인과 정책과제,” 『경제분석』 11(3) 1-33, 2005.
2. 김홍수, “내생적 경제성장과 금융발전,” 『금융학회지』 11(3), 67-90, 2006.
3. 선우 석호, “금융위기와 새로운 시장질서,” 『금융연구』 24(2), 2010.
4. 윤석현, “한국금융의 선진화를 위한 현안과제,” 『경제발전연구』 14(2) 157-215, 2008.
5. 전상준, “금융발전과 경제성장의 관계,” 『경제발전연구』 13(1) 113-152, 2007.
6. 함준호강종구, “중소기업 금융과 은행의 역할: 혁신 중소기업을 중심으로,” 『경제분석』 11(3) 87-119, 2005.
7. 후카가와 유키코(박찬익 역), 『대전환기의 한국경제 - 그 위기 극복의 청사진』, 나남출판, 1998.
8. Amsden, Alice H., *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, New York: Oxford University Press, 1989.
9. Amsden, Alice H., and Euh, Yoon-Dae, "South Korea's 1980s Financial Reforms: Good-bye Financial Repression(Maybe), Hello New Institutional Restraints," *World Development*, 1993, 21(3), pp. 379-90.
10. Ang, J. B. and W. J. McKibbin(2007), “Financial Liberalization, Financial Sector Development and Growth: Evidence from Malaysia” *Journal of Development Economics*, (in press), February, 1-19.
11. Ansari, M. I.(2002), “mpact of Financial Development, Money, and Public Spending on Malaysian National Income: An Econometric Study” *Journal of Asian Economics*, 13, 72-93.
12. Bae, K., J. Kang, and C. Lim, “The Value of Durable Bank Relationships: Evidence from Korean Banking Shocks,” *JFE* 64-2, 181-214, 2002.
13. Beck, T. and A. Demirgucs-Kunt, L. Laeven, and R. Levine, “Finance, Firm Size, and Growth,” World Bank Policy Research Working Paper 3485, 2005.
14. Beck, T., A. Demirguc-Kunt and R. Levine, “Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?” *Journal of Comparative Economics* 31, 653-75, 2003.
15. _____, “Finance, Inequality and Poverty : Cross-Country Evidence,” World Bank Policy Research Working Paper 3338, 2004.

16. Beck, T. and R. Levine, "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter?" *JFE* 64, 147-80, 2002.
17. Beck T. and R. Levine, "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence," *JBF* 28, 423-42, 2004.
18. Bekrert, G., C. Harvey, and Lundblad, "Growth Volatility and Financial Liberalization," NBER Working 10560, 2004.
19. Bencivenga, V. and B. Smith, "Financial Intermediation and Endogeneous Growth," *Review of Economic Studies* 58(2), April 1991, 195-209.
20. Chakraborty, S. and T. Ray(2006), "Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis", *Journal of Monetary Economics*, 53, 329-350.
21. Chang, Ha-Joon, "The Political Economy of Industrial Policy in Korea," *Cambridge Journal of Economics*, 1993, 17, pp. 131-57.
22. Chandavarkar, A., "Of finance and Development : Neglected and Unsettled Questions," *World Development* 20(1), January 1992, 133-142.
23. Demirguc-Kunt, A. and R. Levine, "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth : an Overview," *World Bank Economic Review* 10(2), May 1996, 223-40.
24. _____, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons," in Dermirguc-Kunt, A. and R. Levine (Eds), *Financial Structure and Economic Growth: Cross Country Comparisons of Banks, Markets and Development*, MIT Press, Cambridge, MA, 2001.
25. Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic, "Funding Growth in Bank-based and Market-based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data," *JFE* 65, 337-63, 2002.
26. Diaz-Alejandro, Carlos, "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash," *Journal of Development Economics*, 1985, 19, pp. 1-24.
27. Fama, E., "What's Different about Banks?" *JME* 15, 29-39, 1985.
28. Gerschenkron, A., *Economic Backwardness in Historical Perspective*, A Book of Essays, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1962.
29. Goldsmith, R. W., *Financial Structure and Development*, New Haven, CT : Yale University Press, 1969.
30. Greenwood, J. and B. Jovanovic, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy* 98, October

1990, 1076-1107.

31. Greenwood, J. and B. Smith, "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets," *Journal of Economic Dynamics and Control* 21(1), January 1997, 145-181.
32. King, R. and R. Levine, "Finance and Growth : Schumpeter might be Right," *Quarterly Journal of Economics* 108(3), August 1993, 717-737.
33. Levine, R., "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance*, 66, 1445-1465, 1991.
_____, "Law, Finance, and Economic Growth" *Journal of Financial Intermediation*, 8, 8-35, 1999.
_____, Financial Development and Economic Growth: View and Agenda," *JEL* 35-2, 688-726, 1997.
_____, "Bank-Based or Market-Based Financial System: Which is Better?," Working Paper, University of Minnesota, 2000.
_____, "Finance and Growth : Theory and Evidence," NBER Working 10766, 2004.
34. Levine, R., N. Loayza, and T. Beck(2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-71.
35. Lucas, R. Jr., "On the Mechanics of Economic Development," *Journal of Monetary Economics* 22(1), July, 1988, 3-42.
36. Mankiw, N., D. Romer, and D. Weil, "A Contribution to the Empirics of Economic Growth," *Quarterly Journal of Economics* 107(2), 1992.
37. McKinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC : Brookings Institution, 1973.
38. _____, *The Order of Economic Liberalization*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1991.
39. Patrick, H. T., "Financial Development and Economic Growth in Undeveloped Countries," *Economic Development and Cultural Change* 14, 174-89, 1966.
40. Petersen, M. and R. Rajan, "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," *JF* 49, 3-37, 1994.
41. Rioja, F. and N. Valev, "Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship," *JDE* 74, 429-47, 2004.
42. Schumpeter, J. A., *The Theory of Economic Development*, 1912, Translated By Opie, R., Cambridge, MA: Harvard University Press,

1934.

43. Shaw, E. S., Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York, 1973.